酱香型白酒行业深度研究报告

沉云拂水长风起，酱香扬帆正当时

推荐（首次）

- **前言：**随着茅台步入收入千亿股价千元市值万亿时代，郎酒习酒国台等品牌发展势头良好，有望加快上市步伐，市场对酱香型白酒行业关注度持续升温。我们通过大量资料搜集及实地调研，从工艺口味、行业情况、主要品牌等方面对酱香型白酒行业进行深入分析及展望，并提出我们对行业发展的些许建议。
- **遥知非雨露，为有酱香来。**回归白酒产品本质，要理解酱香型白酒行业，要先了解其在酿造工艺、风格口味上与其他香型的异同点，香型差异也是形成各白酒品牌消费群体、营销模式和主要市场差异的原因之一。品质依托酿造而生，品牌依托酿造而活，酱香型白酒从粮到酒历经一年生产周期，工艺特点三高三长，后续优质酱酒贮存期一般不低于三年，贮存之后酒体更为绵软柔和，回味悠长。酱香型白酒正是因为更长生产储藏周期和相对有限的产能，产品时间价值和投资属性凸显，无论是年份酒还是老酒市场，近年来热度不断提升，也体现了行业良好的发展趋势。
- **沉云拂水长风起，酱香扬帆正当时。1）产能产量占比低，收入利润占比高。**酱香型白酒产能产量在行业内占比较低，与其酿造周期、核心产区限制等有关，2018 年酱酒行业产能预计在 50-60 万吨左右，占比 4%左右。从行业整体吨价来看，酱香型白酒吨价高于其他香型，其中茅台更是高吨价的代表，因而酱香型白酒收入占比可达 20%左右，利润占比更高，可达 35%以上。**2）一树生根百花开，酱酒品牌群逐步形成。**酱酒行业多年来在茅台等龙头品牌的带领和市场培育之下，品牌集群逐步形成，头部企业开始从区域性品牌成长为全国性品牌，腰部中小规模酱酒企业也借势发展，竞争格局呈现为一超多强，品牌间打造差异化助力市场扩张。**3）全价格带体系已成，腰部价格带有望扩容。**酱香型白酒产品结构更加丰富，且各价格带均有代表性大单品。超高端茅台一家独大，青花郎、习酒窖藏、国台及茅台系列酒品牌体量亦快速增长，随着茅台价格走高，600~1500 元肩部价格带打开市场空间，发展潜力大。**4）持续培育酱酒消费人群，优势品牌走向全国化。**酱酒市场总体仍处口味培育阶段，消费市场依旧分散，各大品牌纷纷发力全国化市场扩张，潜力市场寻求突破。
- **赤水银河漫九天，四星璀璨格外明。1）贵州茅台：双轮千亿笑谈中，一酱独来觅封侯。**依托强品牌力成就千亿时代，未来依靠战略驱动。过去几年茅台酒与系列酒双轮驱动战略成效显著，系列酒实现高增长转向高质量发展，今年目标销量 3 万吨销售额 100 亿，未来茅台酒与系列酒产能均规划至 5.6 万吨，达到 1:1。系列酒打造 5+5 战略，加大省外拓展力度同时渠道梳理逐步清晰，经销商体系优化，确保稳健增长。**2）郎酒：新竹高于旧竹枝，全凭老干为扶持。**公司产品一树三花架构，同时拥有酱香、浓香和兼香三大系列，2018 年重回百亿阵营，三大事业部聚焦核心产品。青花郎定位酱香大单品，对标飞天茅台，持续广告投入，稳步提价强化高端定位，目标打造百亿收入。公司战略眼光长远，未来产能规划 5 万吨，基酒储存 30 万吨，产能底蕴雄厚，核心竞争力显现。**3）习酒：品惠知君子，窖藏出金琼。**习酒为茅台集团全资子公司，同时拥有酱香浓香两大香型，近年来收入实现快速增长，盈利能力稳步提升。公司战略聚焦窖藏系列，近年窖藏量价齐升，18 年销售额 28.3 亿，占比超 50%。市场层面全国化战略稳步推进，省外市场营收已超省内，初步实现从区域性品牌向全国性品牌转变。**4）国台：老木常青在，新枝花欲来。**公司近三年营收高速增长，2018 年收入达 11.4 亿元，其中国标酒单品销售额近 10 亿，为重点打造单品，净利率提升至 20%以上，在产能扩大和渠道加快覆盖之后，业绩有望快速增长。
- **建议加强核心产区营销，共同推动酱酒行业发展。**酱香型白酒产区更为集中，具备打造核心产区营销的基础，大小企业良性互动，省政府推动共同积极做大酱香市场。建议参考葡萄酒产区制度，建立产区生产标准，立法保护产区生产环境，为口味和酒质形成背书。由于酱酒生产周期较长，加大市场供需判断难度，在抵御市场风险方面，建议尝试销售期酒，设立产业基金在市场波动情况下对优质基酒进行回购等措施。
- **风险提示：**白酒需求不及预期，市场培育进度不及预期。

华创证券研究所

证券分析师：董广阳
电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

证券分析师：方振
电话：021-20572511
邮箱：fangzhen@hcyjs.com
执业编号：S0360518090003

联系人：杨传忻
电话：021-20572505
邮箱：yangchuanxin@hcyjs.com

联系人：于芝欢
邮箱：yuzhihuan@hcyjs.com

联系人：程航
电话：021-20572565
邮箱：chenghang@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	26	1.76
总市值(亿元)	16,468.86	4.44
流通市值(亿元)	15,863.28	5.93

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-2.11	44.71	49.99
相对表现	1.64	34.64	42.33

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术{www.nblax520.com}专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注 学习）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群

目 录

一、遥知非雨露，唯有酱香来 5
（一）流淌千年，醇香渐厚 5
（二）春沙细雨冽香流：从粮到酒的前世今生 6
（三）三香鼎立，酱心独具 9
二、沉云拂水长风起，酱香扬帆正当时 10
（一）芳华十载迎春到：茅台带动酱香型白酒发展起势 10
（二）一树生根百花开：酱酒品牌群逐步形成 12
（三）巨木拔天起，栉比枝叶繁：酱酒的次高端扩容 14
（四）巷深难锁醇香厚：酱酒的消费地区分析 15
（五）今朝势乘东风起，明日火盛助风威：酱酒的产区发展 16
三、赤水银河漫九天，四星璀璨格外明 18
（一）贵州茅台：双轮千亿笑谈中，一酱独来觅封侯 18
（二）郎酒：新竹高于旧竹枝，全凭老干为扶持 21
（三）习酒：品惠知君子，窖藏出金琼 24
（四）国台酒：老木常青在，新枝花欲来 27
四、风险提示 29

图表目录

图表 1 中国酒精饮料演变图 5
图表 2 中国白酒主要香型 5
图表 3 六种酱香型白酒区别 5
图表 4 高温大曲工艺流程 6
图表 5 水源地赤水河 6
图表 6 重阳下沙 7
图表 7 生产工艺流程 7
图表 8 酱酒陈化中物理及化学反应 7
图表 9 酱香年份酒与陈年酒价格 8
图表 10 浓香型白酒生产工艺 9
图表 11 清香型白酒生产工艺 9
图表 12 酿造工艺差别 9
图表 13 三种香型的色香味差别 10
图表 14 各种香型白酒产量占比（%） 10
图表 15 酱酒产量及占比（万千升，%） 10
图表 16 酱酒销售收入及占比（亿元，%） 11
图表 17 各香型白酒吨价 11
图表 18 酱酒销售利润及占比（亿元，%） 11
图表 19 酱酒及白酒销售利润率（%） 11
图表 20 主导边际效应 12
图表 21 酱酒企业梯队 12
图表 22 酱香酒营收市占率 13
图表 23 酱香酒行业利润分布 13
图表 24 酱酒行业分价格带规模及主流品牌 14
图表 25 肩部产品发展潜力巨大 14
图表 26 近期酱酒腰部产品提价情况 15
图表 27 2013 年各省酱酒消费量全国占比 15
图表 28 2013 年各省白酒消费中酱酒占比 15
图表 29 各品牌省外扩张情况 16
图表 30 赤水河流域主要酱酒厂产能 16
图表 31 赤水河流域主要酱酒厂分布图 17
图表 32 中国酱酒产能分布 17

图表 33 各企业产区宣传 17
图表 34 法国葡萄酒产区分布 18
图表 35 法国葡萄酒等级划分 18
图表 36 各级政府及企业推进产区建设的动作 18
图表 37 茅台品牌价值不断上升（单位：百万美元） 19
图表 38 茅台主要产品梳理 19
图表 39 茅台酒、系列酒营收及占比（亿元，%） 20
图表 40 茅台酒、系列酒产能及销售情况 20
图表 41 茅台酒、系列酒吨价（万元/吨） 21
图表 42 茅台酒、系列酒毛利率（%） 21
图表 43 公司国内经销商数量（家） 21
图表 44 茅台经销商数量变化 21
图表 45 郎酒股权结构图 22
图表 46 郎酒渠道结构变化 22
图表 47 郎酒酱香品类产品梳理 23
图表 48 青花郎产品提价动作 23
图表 49 青花郎电视广告宣传语 24
图表 50 青花郎机场投放广告 24
图表 51 郎酒千亿回香谷 24
图表 52 郎酒天宝洞 24
图表 53 习酒产品梳理 25
图表 54 习酒销售额及增速（亿元，%） 25
图表 55 习酒利润总额及利润率（亿元，%） 25
图表 56 窖藏系列提价动作 26
图表 57 窖藏 1988 京东价格变化（元） 26
图表 58 君品习酒 27
图表 59 金钻习酒发布会现场 27
图表 60 国台产品梳理 27
图表 61 国台营业收入及增速（亿元，%） 28
图表 62 国台净利润及净利率（万元，%） 28
图表 63 国台酒庄 29
图表 64 国台酒庄酿造车间 29

一、遥知非雨露，唯有酱香来

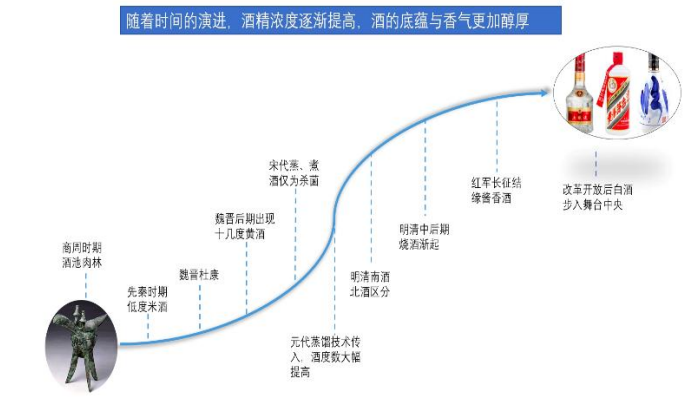
（一）流淌千年，醇香渐厚

在一次次觥筹交错中，酒见证了华夏五千年文明的跌宕起伏，也见证了资本市场多年来的风风雨雨，在对酒这一重要精神消费载体的分析中，我们不妨多用诗意的眼光去审视它们。在中国，酒的历史可以追溯到商周时期，先人们用稻谷和果实发酵制成的果酒，先秦的米酒，魏晋的杜康，明清时期有名的黄酒花雕杜康等都是低度酒，直到新中国成立后，高度蒸馏白酒才逐渐兴起普及，中国酒类的发展历程可以说是酒精度数不断提升的过程，流淌千年，醇香渐厚。

1、百香争艳，一“酱”倾心

中华大地辽阔丰饶，各地区水质气候微生物环境等自然条件迥异，酿造技艺也各有特点，国家在对不同种类的名酒研究中，找出其在色香味及触感中的不同特点，在 1979 年全国白酒评酒会上明确了中国白酒划分为五种香型，之后逐渐形成了白酒香型百花齐放的局面。目前具备国家标准的白酒香型有酱香型、浓香型、清香型、兼香型、米香型、凤香型、豉香型、特香型、芝麻香型和老白干香型，另外还有董香型、小曲香型两种只有地方标准没有国家标准的香型。

图表 1　中国酒精饮料演变图



资料来源：华创证券

图表 2　中国白酒主要香型

资料来源：华创证券

2、酱香酒品类细分

酱香型白酒根据生产工艺差异又可细分为六个品类，其在原料，酿造工艺与口感特点上均存在着一定的差异。

图表 3　六种酱香型白酒区别

	工艺特点	口感与代表产品
坤沙酒（大曲酱香酒）	运用高温大曲药作为糖化发酵剂，严格按照传统的贵州茅台酱香酒工艺进行生产，生产周期长达一年，出酒率低，品质最好	茅台郎酒习酒国台等名优酱香酒都属于此类别，酱香、焦香、糊香配合谐调，口味细腻、优雅，空杯留香持久
回沙酒	在大曲酱香酿制的第四次序或第五次序增加质料。生产周期一年，出酒率较低	酱味闷，酱香浓郁，入口略有苦感，。代表有金沙回酒等
碎沙酒	原料使用粉碎后的高粱，可地面直接堆积发酵，发酵时间短，一次取酒	入口酱香发闷，不响亮,无漆感，但是入口柔和不苦,略发甜，代表有茅台王子酒等。

	工艺特点	口感与代表产品
翻沙酒	坤沙酒第 9 次蒸煮后丢弃的酒糟再加入高粱和曲药后发酵。生产周期短，出酒率高	酱味较淡，工艺控制不好会出现苦、糊等邪杂味。
串沙酒	将坤沙酒最后第 9 次蒸煮后丢弃的糟醅，添加食用酒精和香料等，经过串蒸所得	市场上大量的二三十元一瓶的酱香散酒，基本都属于这一类
麸曲酱香酒	使用麸曲发酵，一次取酒，发酵周期一个月左右，出酒率高、贮存期短、价格低廉。	酒体协调，较浑厚，有酱味，空杯留香短，香味舒适感不如大曲酱香酒。

资料来源：搜狐新闻，华创证券整理

（二）春沙细雨冽香流：从粮到酒的前世今生

酱香型白酒生产工艺从粮到酒多历经一年周期，工艺特点三高三长，即高温制曲、高温发酵、高温馏酒；制曲周期长、发酵周期长、贮存时间长。

1、曲为酒之骨

酒曲是白酒生产过程中糖化发酵剂，能够点“粮”成酒，予酒以香。酒曲主要分为 5 种：麦曲、小曲、红曲、大曲、麸曲。**大部分酱酒酒曲至今仍沿用古法制作，于端午节当天进行人工踩曲，除了文化传承的意义外，人工踩曲可制成中间高四周地的龟背型曲块，松紧均匀且能更好的收集自然环境中的微生物成分。**

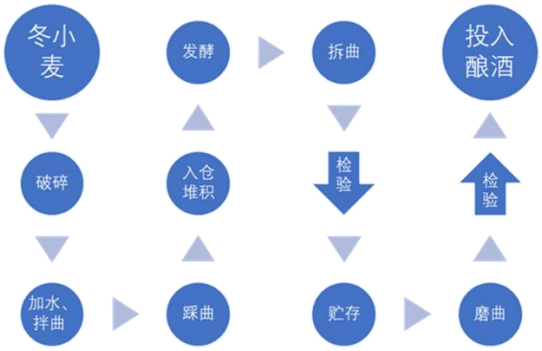
2、水为酒之血

水作为酒的原料之一，其本身的质感和口感也会对酒类的品质产生非常巨大的影响。古人对酿酒用水极为重视，总结出“湛洗必洁，水泉必香”的经验。酱酒的主产区赤水河两岸地质结构特殊，渗水性好，**富含各类矿物质及微量元素，使水的口感更加“厚重”，对酱酒丰富的口感层次起到了关键的作用。同时，以茅台为代表的优质酱酒坚持以赤水河水酿造，更适宜仁怀本地微生物种群的繁衍，利于菌种的纯化，稳定酒品质量。**

3、粮为酒之肉

酱香白酒生产周期长，且同一批高粱需要多次蒸煮、翻拌、发酵、逐步糊化出酒，故酿造原料需要选用贵**州本地糯高粱，其特点在于支链淀粉含量远高于普通高粱，占总淀粉的 88 %以上，这使得此类高粱干燥耐蒸煮、不易糊化，满足酱香酒的酿造工艺特点。**

图表 4　高温大曲工艺流程



资料来源：华创证券整理

图表 5　水源地赤水河

资料来源：华创证券

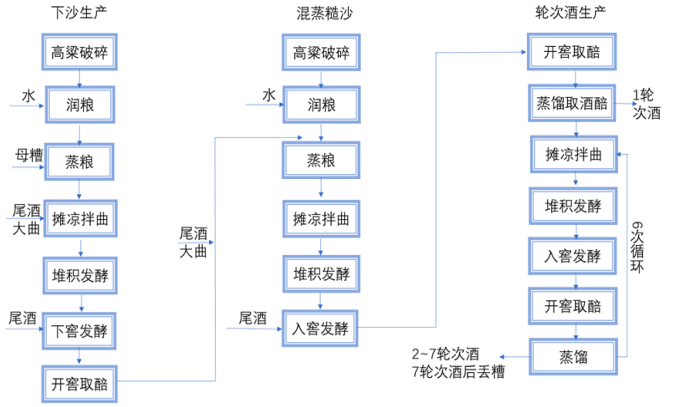
4、艺为酒之魂

重阳节前后，酱酒酒厂投料生产，称为“下沙”，分两次投粮后，经过润粮发酵等过程取得熟糟。熟糟经过摊凉、撒曲、堆积、下窖、封窖发酵 1 个月、开窖取醅、上甑蒸酒的一系列过程称为第一轮次循环，**不加水也不加新料的熟糟要一共经历六个轮次循环过程，在整个过程中原料共要经过 9 次蒸煮、8 次发酵、7 次取酒。**

图表 6 重阳下沙

资料来源：华创证券

图表 7 生产工艺流程



资料来源：王贵军,沈才洪,张洪远,敖宗华,张宿义,卢中明,李长江：《酱香型白酒糟醅堆积与发酵工艺研究》，华创证券

5、陈坛沐雨几度秋：酱酒的储藏醇化

在酱香型白酒一年一个生产周期之后，刚酿造的新酒含有较多的醛类和硫化物等低沸点物质，显得糙辣、冲鼻，在氧化及吸附作用较好的陶坛中储藏两年以上，酒体方能变得绵软柔和，回味悠长。优质酱香型白酒与普通酱香型白主要区别之一就是基酒贮存期不同，一般优质酱香型白酒贮存期不低于 5 年。**优质酱香酒的储藏时间普遍在三年以上，高于其他香型的白酒储藏时间**，其主要原因有以下几点：1）基酒酒精含量较低，酯化、缩合反应较慢；2）高温工艺导致高沸点物质较多，不易挥发；3）缔结作用越强，刺激感越少，更加绵软醇和。

图表 8 酱酒陈化中物理及化学反应

化学变化	物理变化
醇与酸的酯化反应，使酒的口感更佳	低沸点硫化物的挥发，减少掩盖酒香的杂味与辛辣味
酒度较低时的水解反应：总酸变多，酸是主要的呈香物质	乙醇与水分子的重排缔合：降低刺激度，使口感更绵醇
缩合反应，产生醛类	
氧化还原反应，杂醇油等会使饮用者头痛的物质被氧化分解	

资料来源：贾志勇：《中国白酒勾兑宝典》，华创证券整理

酱香年份酒、陈年酒的稀缺性与投资属性分析：首先区分两个概念，年份酒是使用窖藏达到一定年份的基酒，与不同年份、轮次的基酒勾调而成；陈年酒则是已经完成了生产，再经过较长时间存放的老酒。若将两者对比，经过精心调制的年份酒在口感上更胜一筹。无论是年份酒还是陈年酒，经过时间的沉淀，酒香都会愈加浓郁，酒体更加柔和，深受消费者的喜爱。加之酱香酒产能有限，经过时间沉淀的老酒更加稀少，稀缺性和收藏属性得以凸显。不管是茅台年份酒价格高昂仍一瓶难求，还是郎酒老酒拍卖屡创新高，都体现了近年酱香老酒市场热度的不断上升。**酱香型白酒老酒市场火热，价格不断攀升，也为各酱酒品牌拉开了足够的价格空间，同时也能作为先行指标，反映出酱香行业良好发展趋势。**

图表 9 酱香年份酒与陈年酒价格

产品	茅台 15 年	茅台 30 年	茅台 50 年	茅台 80 年
价格	5939 元/瓶	10999 元/瓶	23280 元/瓶	219086 元/瓶
产品	2009 年茅台酒	2000 年茅台酒	1959 年茅台酒	1957 年茅台酒
价格	3899 元/瓶	8600 元/瓶	253000 元/瓶	2530000 元/瓶
产品	1978 年郎酒	1980 年郎泉牌郎酒	1993 年郎酒	2012 年青花郎瓶贮年份郎酒
价格	360000 元/瓶	280000 元/瓶	10600 元/瓶	1600 元/瓶
产品	习酒窖藏 15 年	习酒窖藏 30 年	国台 15 年陈酿	国台龙酒陈年窖藏
价格	2022 元/瓶	3680 元/瓶	1499 元/瓶	2599 元/瓶

资料来源：京东、拍卖信息汇总、华创证券整理

5、层盘叠兑出金琼：酱酒的勾兑

部分消费者对勾兑的认知停留在“三精一水”的阶段，有勾兑就是低质酒的误解。实际上勾兑作为白酒生产中必不可少的一个环节，对提升白酒的品质和口感上都起到了至关重要的作用。**勾兑的作用主要有以下几点：（1）调整酒度；（2）勾质化，保持风格统一；（3）提高品质；（4）形成独特风格；（5）维持胶体稳定。**

酱香型白酒生产工艺特殊，仅同一年生产出的基酒就可以分作七个批次：糙沙酒，回沙酒、大回酒（3、4、5 轮次）、小回酒、枯糟酒；三种典型体：酱香、窖底、醇甜；三个等级等多种基酒，这些基酒各有不同的风味口味特征，再加上不同年份的基酒，**酱酒的勾兑要通过品酒师反复品评大量基酒确认口味，然后按照能反应各酒厂风格的配方展开。由于基酒的复杂性，酱香型白酒的勾兑更加复杂，口感也更加醇厚。**

（三）三香鼎立，酱心独具

目前白酒行业三大主要香型分别为浓香型、酱香型和清香型，酱香型白酒在酿造工艺、口味等方面形成独特差异，从而培育出更趋稳定和具备粘性的消费群体。

1、酿造工艺差别

（1）浓香型白酒生产工艺主要分为三种：

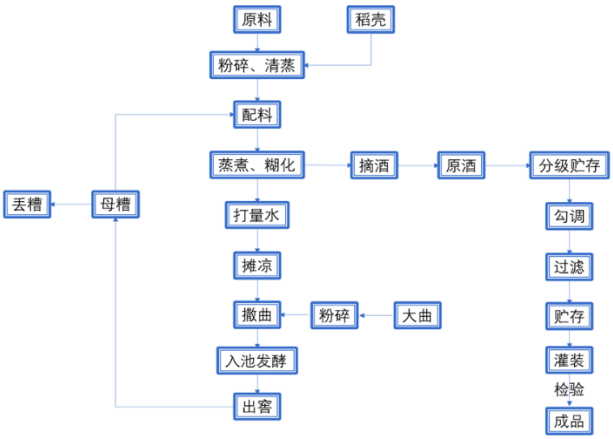
①泸州老窖为代表的原窖法工艺：混蒸混烧，老窖发酵，双轮底增香。全窖母糟风格一致，强调窖池的等级质量，总结为“千年老窖，万年香糟”。

②五粮液为代表的跑窖法工艺：糟醅在下轮发酵时不封回原窖，而是装入另一空窖池，形成分层蒸馏，能保证各层酒的特征分明，形成多样的酒体风格。

③以洋河今世缘等苏、皖、鲁、豫名酒为代表的五甑法工艺。

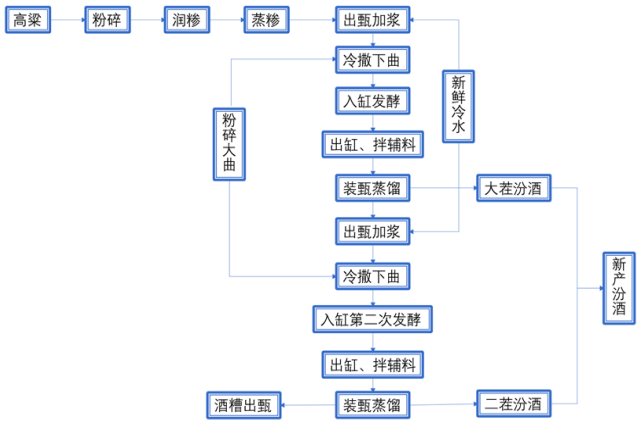
（2）清香型白酒：清香型白酒采用清蒸清糟酿造工艺、清蒸流酒，强调“清蒸排杂、清洁卫生”，酿造特点都在一个“清”字上下功夫。

图表 10 浓香型白酒生产工艺



资料来源：熊子书：《中国三大香型白酒的研究》，华创证券

图表 11 清香型白酒生产工艺



资料来源：陈彬，何宏魁，刘国英，张凤杰，李安军，韩兴林：《大小曲及发酵方式对清香型白酒风味的影响》，华创证券

图表 12 酿造工艺差别

	酱香	浓香	清香
用曲量（曲：粮）	1：1	1：4	1：5
酒曲种类	中低温大曲	中高温大曲	高温大曲
酒曲发酵温度	45~55℃	55~60℃	60~65℃
发酵次数	8	1	2
酿造周期	一年	40-60 天	40-60 天
贮存周期	3 年以上	3~6 个月	1 年以上
出酒率	20%	30%	40%
烤酒次数	7	1	2
发酵窖池	条石窖	泥窖	陶瓷地缸

资料来源：华创证券整理

2、口味与呈香物质的差别

回归白酒产品本身来看，三种香型白酒在色、香、味上的差异，或是形成各香型消费群体、营销模式、主要销售地区差异的主要原因之一。酱香酒中活性物质数量明显多于另外两种香型，故香气更加复杂醇厚，口感粘性大；醛酮类物质：在其他香型白酒中存在较少，被认为是区分酱香型白酒的主要特征之一；**糠醛：能赋予酒以异香，沸点高，不易挥发，是酱香酒著名特点“空杯留香久”的主要成因；杂醇油：造成饮后头疼的主要物质，酱酒高温酿造且储藏时间长，含量较少。**

图表 13　三种香型的色香味差别

香味特征成分	酱香型白酒	浓香型白酒	清香型白酒
色	无色或微黄，清亮透明，无悬浮物，无沉淀	无色或微黄，清亮透明，无悬浮物，无沉淀	无色或微黄，清亮透明，无悬浮无沉淀
香	酱香突出，复合果香、焦香，幽雅细腻	窖香浓郁，复合了陈香和糟香；	清香纯正，带有荚皮香气，优雅协调
味	酒体甘冽净爽、柔绵和谐	酒体醇和协调，口味丰满纯正，绵甜爽净，余味悠长	酒体柔和协调，醇甜柔和，无杂味，清正甜净长
主要呈香物质	乙酸乙酯多于乳酸乙酯，糠醛含量较高，其他成分不明确	已酸乙酯为主，辅以适量的乳酸乙酯、乙酸乙酯。	乙酸乙酯为主，含量占总酯的50%以上；酯大于酸

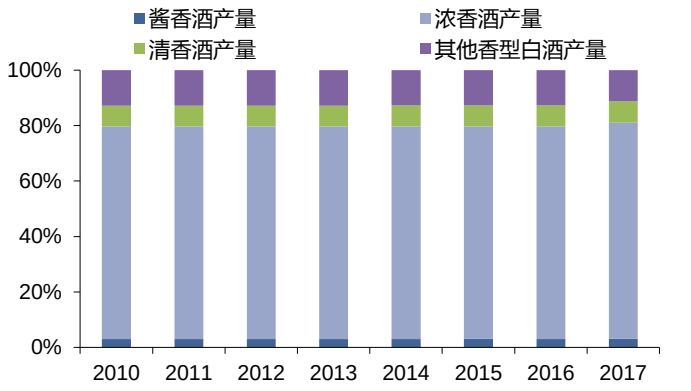
资料来源：贾志勇：《中国白酒勾兑宝典》，华创证券整理

二、沉云拂水长风起，酱香扬帆正当时

（一）芳华十载迎春到：茅台带动酱香型白酒发展起势

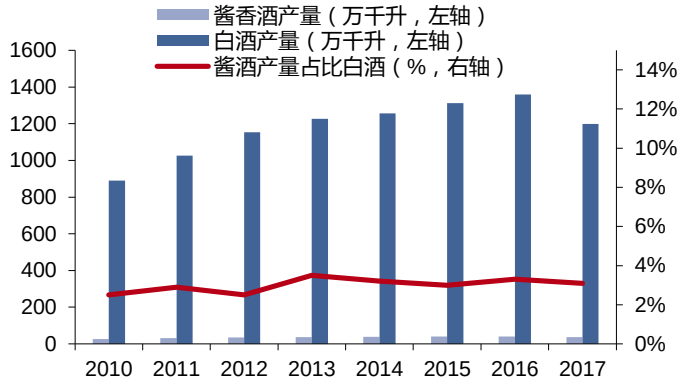
产能相对其他香型较小，优质酱酒稀缺性显现。酱香型白酒有酿造周期长、出酒率低等特点，且生产对地理位置有特殊要求，导致与浓香清香型白酒相比，酱香白酒产量较小、占比较低，一直以来徘徊在白酒总产量的 3%左右。近年来随着茅台品牌势能的释放，酱香酒行业迎来了一波热潮，据左右脑咨询数据显示，2018 年国内酱酒实际产能在 50~60 万千升左右，产量占比提升明显，达到 4%左右。虽然几乎各大酱酒厂均有扩产计划，但由于酱酒储存周期长，产能释放缓慢等特点，预计新增产能 2025 年左右才能释放到市场，**且优质酱酒对核心产区限制严格，产能提升难度较大，故长期来看，优质酱酒市场都将处于供不应求的情况中。**

图表 14　各种香型白酒产量占比（%）



资料来源：前瞻产业研究院：《2018 年白酒行业细分产品市场规模与发展趋势分析》，华创证券整理

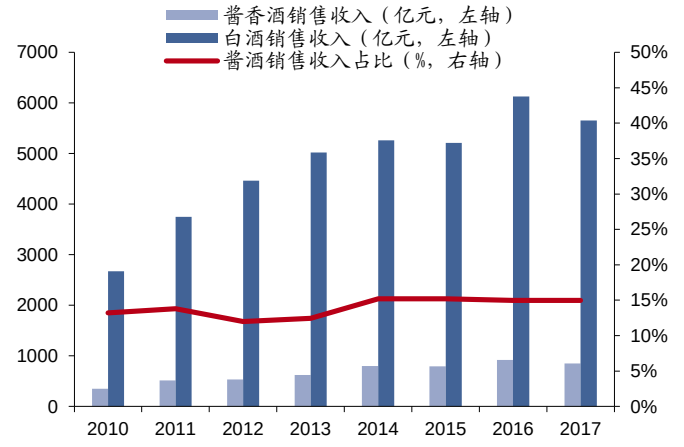
图表 15　酱酒产量及占比（万千升，%）



资料来源：前瞻产业研究院：《2018 年白酒行业细分产品市场规模与发展趋势分析》，华创证券整理

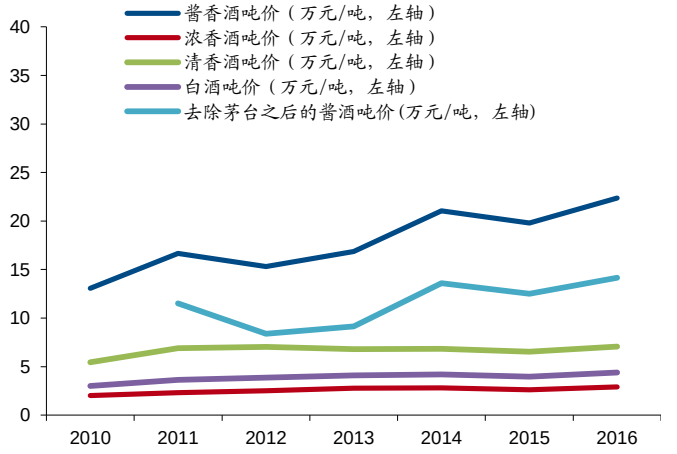
整体吨价较高，收入占比提升。根据前瞻产业研究的数据粗略计算，酱香型白酒的吨价达到浓香型、清香型及白酒整体吨价的数倍之多，**即使剔除贵州茅台的影响，也明显高于另两种主流香型及白酒平均值。较高的吨价是对酱香型白酒时间价值的肯定，也是其市场供需更难预判，产能控制更加困难的风险溢价。**这也解释了为何在产销量占比较低的情况下，酱香型白酒收入规模一直稳定在白酒总体的 15%左右。据酱酒研究机构左右脑估计，2018 年酱香型白酒收入规模达 1100 亿左右，占白酒总规模的 20%，较 2017 年有较大幅度提升。

图表 16　酱酒销售收入及占比（亿元，%）



资料来源：前瞻产业研究院：《2018 年白酒行业细分产品市场规模与发展趋势分析》，华创证券整理

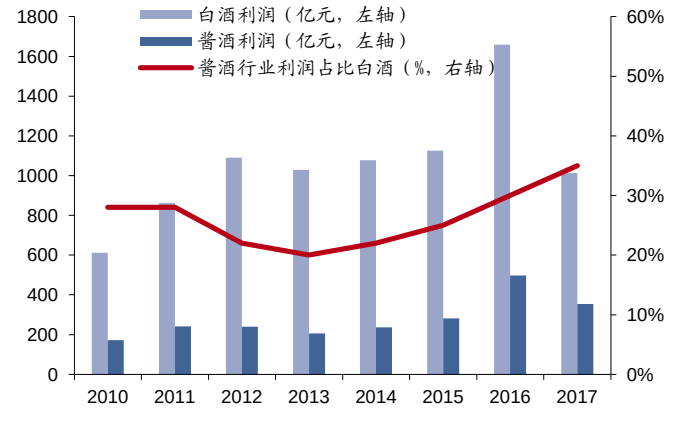
图表 17　各香型白酒吨价



资料来源：前瞻产业研究院：《2018 年白酒行业细分产品市场规模与发展趋势分析》，华创证券整理

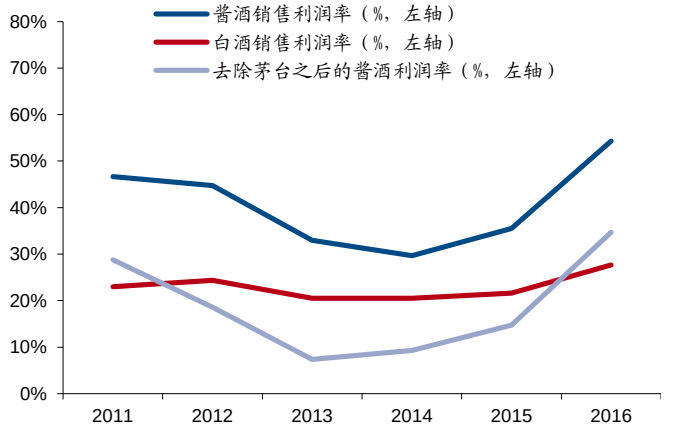
利润增长明显，占比不断提升。据前瞻产业研究数据显示，2010-2017 年间，除 13、14 年受整体行业影响利润下滑外，其他年份均有不俗表现。**近年来受茅台吨价总体上升、郎酒习酒等头部企业纷纷提价等影响，酱香型白酒行业利润增速明显加快。据左右脑咨询机构估计，2018 年酱酒行业净利润约 430 亿-440 亿左右，占白酒整体利润的 35%左右。**利润率方面，由于茅台强大的盈利能力，酱香型白酒利润率高于白酒行业整体水平，剔除贵州茅台后酱酒行业利润率有明显下降，也说明酱香酒行业整体盈利能力仍有较大提升空间。

图表 18　酱酒销售利润及占比（亿元，%）



*资料来源：前瞻产业研究院：《2018 年白酒行业细分产品市场规模与发展趋势分析》，华创证券整理　注：白酒利润按行业收入*行业整体销售利润率计，存在一定波动*

图表 19　酱酒及白酒销售利润率（%）

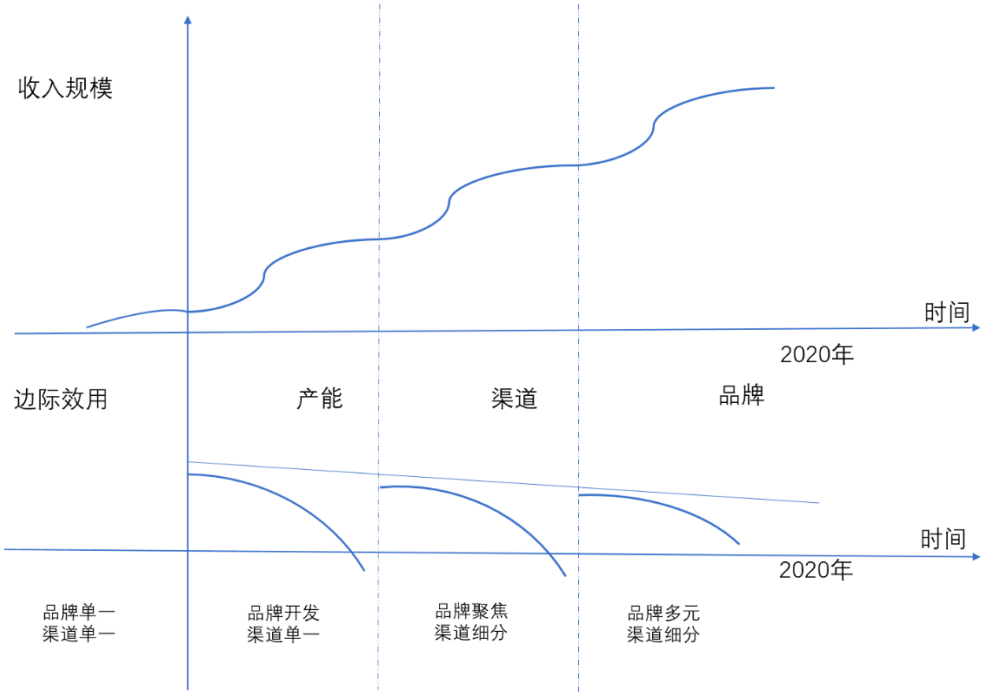


资料来源：前瞻产业研究院：《2018 年白酒行业细分产品市场规模与发展趋势分析》，华创证券整理

香型顺应时代趋势，品质引领未来发展。过去四十年我国白酒行业经历了四个十年变革，从 80 年代的计划管制，汾老大一家独大；到 90 年代改革开放浓香型产能迅速扩张，五粮液抓住机遇实现赶超；再到 20 世纪初，渠道深耕深

度分销，洋河迅速崛起；最后到现阶段品牌力影响显著，茅台成为行业龙头，经历了清香到浓香再到酱香的三个香型热潮的演变，每个时期都有其迅速发展的推动力。**随着消费升级进入成熟阶段，白酒消费逐渐重视其消费品本质，健康饮酒喝好酒成为新趋势，品质将会是未来引领白酒行业发展的关键因素，谁能够抓住品质这张好牌，谁就能成为下一轮热潮中最大的受益者，**而酱香型白酒凭借其复杂的工艺和长时间的储存，在品质方面有着与生俱来的优势。

图表 20　主导边际效应



资料来源：华创证券整理

（二）一树生根百花开：酱酒品牌群逐步形成

随着近年酱香热潮的兴起，目前全国酱酒企业数量已经达到 1000 家以上，按营收规模可以大致分为四个梯队。**体量较大的头部企业开始实现从区域性品牌向全国性品牌的转变，处于腰部的中小型酱酒企业乘上行业的快车高速发展，酱酒的品牌集群逐步形成，产业金字塔型结构逐步完善。**

图表 21　酱酒企业梯队

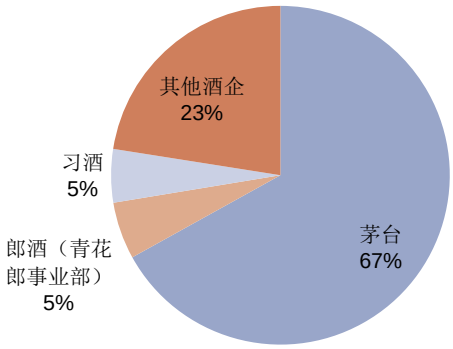
梯队	代表酒企	产能及营收
第一梯队	贵州茅台	营收 772 亿，总产能 7 万吨，未来产能规划 11 万吨，营收超千亿规模
第二梯队	郎酒	总体营收破百亿，酱酒部分超 60 亿，年产基酒 3 万吨，基酒储存达 13 万吨，未来规划年产 5 万吨，储酒量达 30 万吨。
	习酒	2018 实现营收 56 亿元，同比增长 80.58%，产能 2 万吨左右，预计扩产至 4 万吨左右。
第三梯队	国台	18 年营收 10 亿元左右，同比增长 106%。19 年预计产能 5500 吨以上，未来规划产能 1.8 万吨。
	金沙	年产基酒 1.9 万吨，老酒储备 4 万吨。2018 年营收达 10 亿元，同比增长 239%
	珍酒	目前珍酒产能 3000 吨，规划产能 8000 吨，2018 年实现营收 8 亿元左右，同比增长 90%。
	钓鱼台	2018 年钓鱼台国宾酒业增长 100%，实现市场销售约 8 亿元，产量控制在 2000 吨左右。

	潭酒	2018 年潭酒营收接近 10 亿元，瓶装酒已连续 3 年取得了超过 70%的增长，酱酒年产能达到 2 万吨，基酒储存规模达到 8 万吨。
	湖南武陵酒	先后被泸州老窖、联想丰联酒业、衡水老白干收购，18 年营收约 3.5 亿元，增长 60%，今年一季度实现 50%以上高增长，去年投资 15 亿元，扩建 5000 吨产能，预计 2019 年收入突破 5 亿元，未来 3 年预计达到 12 亿元。
	广西丹泉酒	收入规模 30 亿元，年产基酒 1 万吨，基酒储存量 5.5 万吨，计划 2021 年扩产至 2 万吨，营收达到 50 亿元。
	山东云门酒	年产 5000 吨优质酱酒
第四梯队	仁怀本地企业	产能 2000 吨以下，营收 2 亿元以下

资料来源：搜狐网，佳酿网，酒业家等公众号，华创证券整理

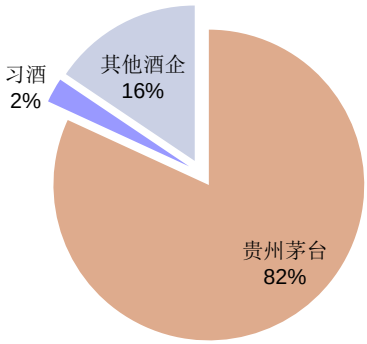
竞争格局一超多强，行业集中度高。根据左右脑咨询机构估计，2018 年酱酒行业总销售规模约为 1100 亿元，行业 CR3 约为 77.5%，其中行业巨头贵州茅台营收达 736.39 亿元，市占率为 67%；郎酒青花郎事业部营业收入约为 60 亿元，市占率为 5%；习酒营业收入约为 56 亿元，市占率 5%左右；行业集中度较高且仍有提升趋势。利润水平方面，2018 年酱酒行业净利润约为 430 亿左右，其中茅台净利润为 352.04 亿元，占比高达 81.87%，体现了龙头企业茅台超强的盈利能力。

图表 22　酱香酒营收市占率



资料来源：酒业家，转自左右脑战略咨询机构权图酱酒工作室总经理权图：《酱酒市场开始出现井喷 --2018-2019 年酱酒市场深度解析》、佳酿网，华创证券

图表 23　酱香酒行业利润分布



资料来源：酒业家，转自左右脑战略咨询机构权图酱酒工作室总经理权图：《酱酒市场开始出现井喷 --2018-2019 年酱酒市场深度解析》

差异化相对不足，品类细分助力市场扩张。由于龙头茅台强大的品牌影响力以及酱酒核心产区的集中，酱香型白酒企业间的差异化相对不足。在行业发展前期可以依托茅台的东风快速扩张，茅台过去几十年在酱香白酒上的消费教育和市场培育为酱酒市场贡献了过千万的核心消费人群，对中高端消费人群形成了良好的口碑传播和拉动效应。但身处白酒这一差异化竞争模式的行业中，后期差异化不足可能成为行业发展的隐患。在酱酒的生产流程中，勾兑是体现差异化的关键一环，**酱香型白酒基酒种类繁多，口味差异较大，每个酒厂都有独特的勾兑配方来实现酒体风味的差异。通过释放各自的风格差异，可以对酱酒的品类进行差异化细分，有利于酒庄文化营销的发展，而酱香型白酒的市场规模也将在品类的细分中得到进一步的扩张。今世缘最近推出的新品类清雅酱香型高端酒 V9，就是一次大胆的尝试与突破。**

（三）巨木拔天起，枒比枝叶繁：酱酒的次高端扩容

价格体系完整，超高端一家独大。我们对搜集到的各酱香型品牌的价格情况进行了简单梳理，酱香型白酒行业已经形成了 1500 元以上超高端，600~1500 高端，300~600 元次高端，100~300 元中端，100 元以下低端五个较为完整的全价格带体系，有效填充了市场空白，为市场规模的扩容做好了必要准备。每个价格带均有大单品支撑，如超高端飞天茅台，高端青花郎，次高端习酒窖藏系列、赖茅、国标酒，中端王子酒等茅台系列酒等。其中超高端规模最大，达 650 亿，基本由茅台占据。

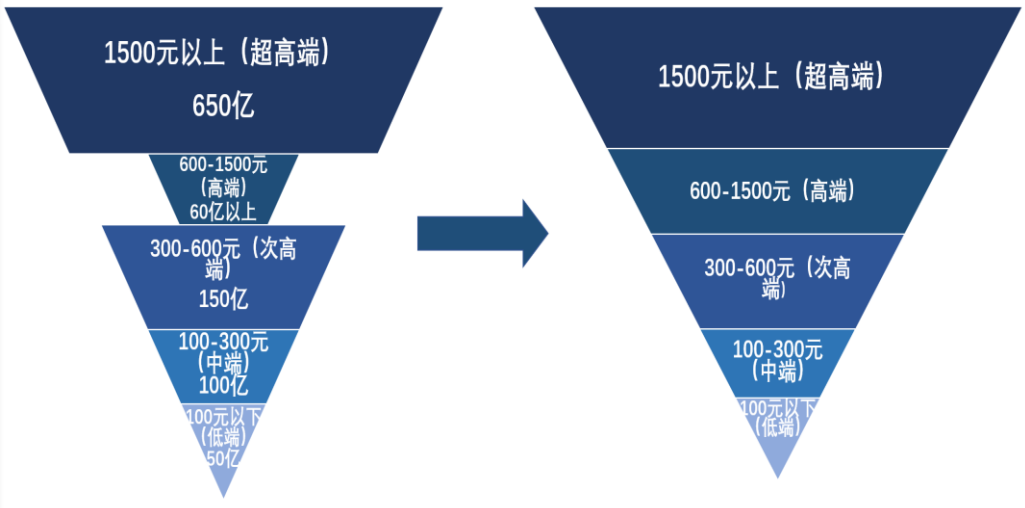
图表 24　酱酒行业分价格带规模及主流品牌

价格带	价格带规模	主流产品
1500 元以上（超高端）	约 650 亿	茅台酒
600-1500 元（高端）	约 50 亿	郎酒青花郎系列、国标 15 年 钓鱼台国宾系列，国缘 V9
300-600 元（次高端）	约 200 亿	习酒窖藏系列、国台国标酒 郎酒红花郎、钓鱼台贵宾酒、珍酒珍 15、 潭酒紫潭、茅台系列酒赖茅、汉酱
100-300 元（中端）	约 130 亿	茅台王子酒、习酒金钻系列、丹泉洞藏 10
100 元以下（低端）	约 70 亿	习酒习酱、茅台迎宾酒、其他散装酱香型白酒

资料来源：公司官网，微酒等公众号，华创证券整理

超高端红利释放，肩部市场潜力巨大。在各价格带中，高端占比最小，仅有 50 亿左右规模，代表性产品仅有郎酒的青花郎。**但是随着茅台批价的不断走高，现已拉升至 2000 元以上，600~1500 元的肩部市场形成了自然的市场空档，**除了螺旋式提价在千元市场站稳脚跟的青花郎，国台的国标 15，习酒今世缘等均将目光转向了千元价格带。习酒发布高端产品君品习酒，定价 1399 元，今世缘发布高端清雅酱香型 V9，除此外汉酱 135BC 定价 1198 元、钓鱼台 1399 元的御笔万象均加入了千元市场的争夺。**若茅台价格能在强品牌力的支撑下持续坚挺，则酱酒肩部价格带发展潜力巨大，将有数倍于现在的市场空间。**

图表 25　肩部产品发展潜力巨大



资料来源：公司官网，微酒等公众号，华创证券整理

大单品战略效果显著，腰部产品量价齐增。当前是酱酒行业二次扩容的黄金时期，各个品牌的高速发展均离不开大单品的支撑，除飞天茅台外，郎酒青花郎未来有望进入百亿单品俱乐部；从 19 上半年来看，茅台王子酒销售额突破 24 亿，习酒窖藏系列营收占比计划要超过 50%，**意味着王子酒与窖藏系列均有望成为 50 亿级大单品；红花郎体量接近 20 亿级；国台国标将成为 10 亿级体量单品，逐步形成完整的大单品梯队，市场结构更加清晰。**同时郎酒习酒国台均有上市计划，品牌影响力有望进一步提升；金沙酒 18 年开始产品结构从中低端向中高端的转型；国台将国标的价格体系上移；茅台拉开价格空间后，腰部产品纷纷顺势提价，配合销量的增长，给腰部次高端市场带来较大的增量。

图表 26　近期酱酒腰部产品提价情况

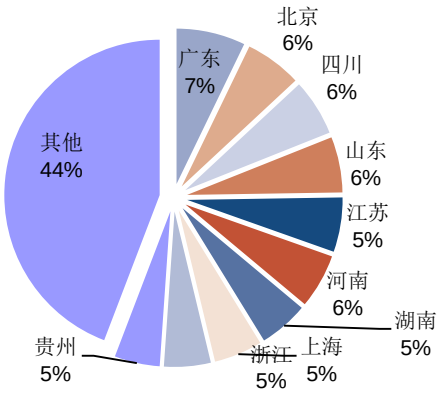
品牌	提价时间	产品提价情况
茅台系列酒	2018 年 8 月	普通茅台王子酒零售价达到 228 元/瓶，迎宾酒 128 元/瓶 汉酱酒提升 100 元达到 498 元/瓶
郎酒红花郎	2017 年 2 月	红花郎系列出厂价提高 10%
	2018 年 1 月	红花郎 10 年供货价上调 40 元/瓶，零售价为 458 元，红花郎 15 年供货价上调 60 元/瓶
习酒窖藏	2017 年 4 月	窖藏系列提价 10%
	2018 年 7 月	窖藏 1988 的零售价格上调至 798 元/瓶，窖藏 1998 的价格上调至 498 元/瓶
	2019 年 7 月	习酒窖藏 1988 每瓶出厂价上调 40 元，习酒窖藏 1998 每瓶出厂价上调 20 元
国台国标	2019 年 6 月	国标酒（2013 酿造）零售价从 599 元/瓶调整为 659 元/瓶

资料来源：华创证券整理

（四）巷深难锁醇香厚：酱酒的消费地区分析

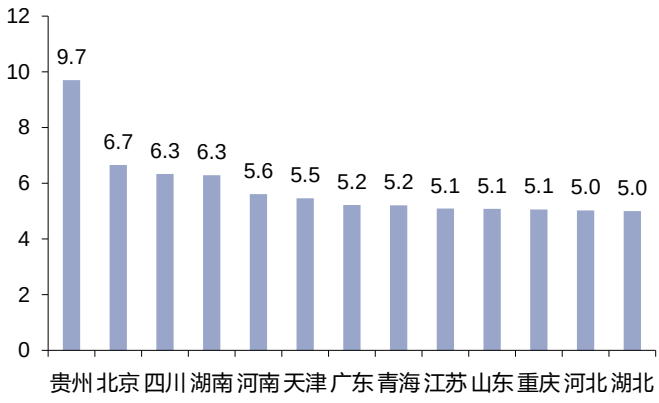
酱酒仍处于口味培育阶段，未来成长空间可期。中国酒业协会数据显示，2013 年时酱酒占白酒消费比例最高的贵州也仅为 9.7%，其他各省均占比较低，表明酱香仍属于相对小众的香型，口味偏好还在传播扩张期，未来口味培育还有很大潜力。同时我国酱酒的消费市场分散，集中度较低，但已初步形成了以贵州为核心的大本营市场；河南、山东、广东三个白酒消费大省以及上海、江苏、浙江等经济较为发达省份为代表的规模化市场；福建广西湖南等潜力较大的培育性市场，较为完整的消费市场体系有利于酱香型白酒扩张省外市场，做大品类规模。

图表 27　2013 年各省酱酒消费量全国占比



资料来源：中国酒业协会，华创证券整理

图表 28　2013 年各省白酒消费中酱酒占比



资料来源：中国酒业协会，华创证券整理

根据地稳增长，潜力市场求突破，渠道扁平化助力品牌全国化。近年各大酱酒品牌快速发展，纷纷发力省外市场，如茅台系列酒的“5+5”战略，习酒的“132”战略，均在要求保证根据地市场稳步增长的同时，在省外潜力市场寻求突破。茅台系列酒过去几年发展迅速，过亿的板块市场已达到 10 个以上；习酒郎酒在山东、广东、河南等市场增速

较快，取得了不错的成绩；习酒 2019H1 营收 41 亿元，省外占比高达 64%；**酱酒品牌纷纷加大省外招商力度，专注渠道下沉，加之线上渠道的发展，渠道扁平化趋势明显，将更利于酱香品类的推广发展，助力酱酒品牌从地域性向全国性的转变。**

图表 29 各品牌省外扩张情况

酒企	省外市场布局
茅台酱香系列酒	2015 年底，茅台制定营销策略：渠道下沉，深耕市场。其中“5+5”(5 个核心市场和 5 个潜力市场)市场地县经销网络全覆盖，一般市场地县经销网络达到 60%以上。力行渠道扁平，全方位拓展三、四线城市市场，拓展地级、市级、县级、乡级市场。
郎酒	2018 年，郎酒山东市场销售额逼近 10 亿元，实现了 80%的增长幅度，其中青花郎增长最快，占到近 5 亿元销售额；除 10 亿级市场，亿级市场也在加速起势，广东与河南市场规模均达到 5 亿以上。此外，在湖北、福建市场，2018 年销售额均达到了 2 亿以上，其中，郎酒在福建市场营收接近 3 亿，同比增速超过 30%。在亿级市场安徽，郎酒 2018 年增速也达到了 20%。
习酒	2019 年全力扩大省外市场占比，推动习酒从区域强势品牌到全国知名品牌转变。2019 年，习酒全国片区市场将达到 44 个，其中，省内只占 14 个，省外要细分为 30 个片区，要力争打造一亿级片区 12 个、两亿级片区 18 个，省外市场的全国销售占比要力争超过 60%。
国台	2019 年打造 10 个重点市场。其中打造一个 3 亿级市场——广东，一个 2 亿级市场——河南，打造江苏、山东、浙江等 6-8 个亿元级市场
金沙	2019 年将加快发展步伐，布局全国市场，打造 1532 工程：即遵义、贵阳、山东、河南、江苏 5 个亿元市场；毕节、水城、金沙、广西、北京、广东 6 个 5000 万元市场；安徽、湖南、福建 3 个 3000 万元市场，实现贵州全省县份市场过 200 万元市场。并加强对省外空白市场的金沙核心产品及战略产品新招商，开拓省外空白区域，两年实现省会城市区域全覆盖，五年实现地级市以上区域全覆盖。
潭酒	2018 年，潭酒省外销售额占比 37%；2019 年，目标是将省外占比提升到 47%。 2017 年就开始了全国化布局。以泸州为核心，以四川、广西、河南三个根据地为立足点，在区域聚焦的同时向全国其他地方扩散。截止 2018 年底，老根据地泸州完成了全面化的布局，广西、河南基本实现地级市的客户布局，山东、广东还有河北，也实现了点状客户布局。 2019 年，潭酒将重点在已有布局上做精细化渗透，力争实现每个市、县都有经销商网点，同时发力全国，将影响力辐射到全国各地

资料来源：美酒视界，酒业家，云酒头条等公众号，华创证券整理

（五）今朝势乘东风起，明日火盛助风威：酱酒的产区发展

酱酒产区更为集中，具备打造产区营销基础。素有中国美酒河之称的赤水河位于云贵川三省交界处，由于拥有适宜的气候条件、独特的微生物环境，该流域聚集了以贵州茅台、习酒、国台、郎酒为代表的一大批名优酱酒厂，形成了我国著名的酱香白酒产地，与法国科涅克产区、英国苏格兰产区齐名，并列为世界三大蒸馏酒产区。

图表 30 赤水河流域主要酱酒厂产能

赤水河流域	主要品牌	当前产能	未来预计产能
上游	金沙	1.9 万吨	3 万吨
中游	茅台	茅台酒加系列酒共 7.02 万吨	11.2 万吨以上，茅台酒与系列酒产能将达到 1:1
	国台	6000 吨	1.6 万吨
下游	习酒	2 万吨	4 万吨
	郎酒	3 万吨	5 万吨

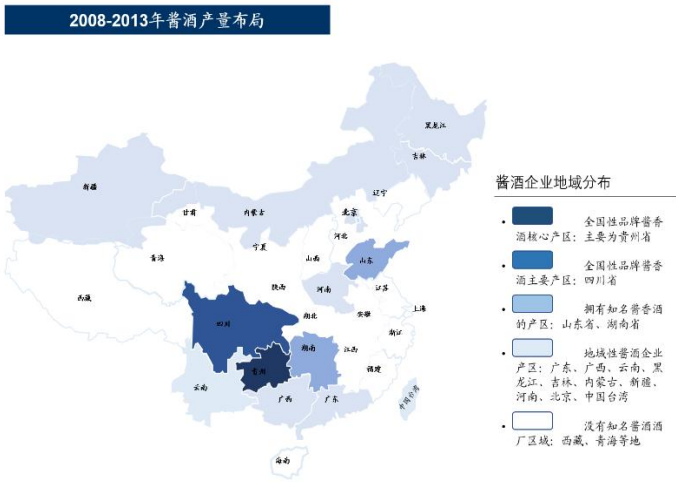
资料来源：公司官网，公司公告，酒业家，华创证券整理

随着近年酱酒热的兴起，酱酒生产首次出现走出赤水河的趋势，湘鲁地区均出现了一些区域性知名品牌，如湖南的武陵酒，山东云门春等，四川如五粮液及舍得均有打造酱酒品牌。但是由于传统生产工艺及自然环境的限制，酱香主要产能仍集中在川黔地区赤水河流域，具备较好的产区营销天赋。

图表 31 赤水河流域主要酱酒厂分布图

资料来源：习酒微生活公众号，华创证券

图表 32 中国酱酒产能分布



资料来源：华创证券整理

贵州省积极推动做大酱香市场。从产能来看，酱酒产能仅占白酒总量的 4%左右，与浓香型相比，仍属于小众香型，仍处于市场培育阶段。龙头茅台强大的品牌力与酱酒较强的口感粘度能更好的拉动中小酱酒企业的发展，使其更好的承接茅台品牌势能释放的红利。对于茅台等知名企业而言，酱香市场的整体发展有利于其品牌影响力的提高，以及在整体白酒行业中的发展，故酱酒产区的发展对于龙头企业和中小企业是一个良性互动的过程。同时由于酱酒的生产周期较长，企业对市场供需关系的预测更加困难，产量规划难度更大，产区建设可以加强酱酒企业间产能调节能力，增强酱酒企业抵御行业波动风险的能力，**在抱团抵御产能风险方面，可以尝试销售期酒，设立保护基金在市场遇冷情况下对优质基酒进行回购等措施。**

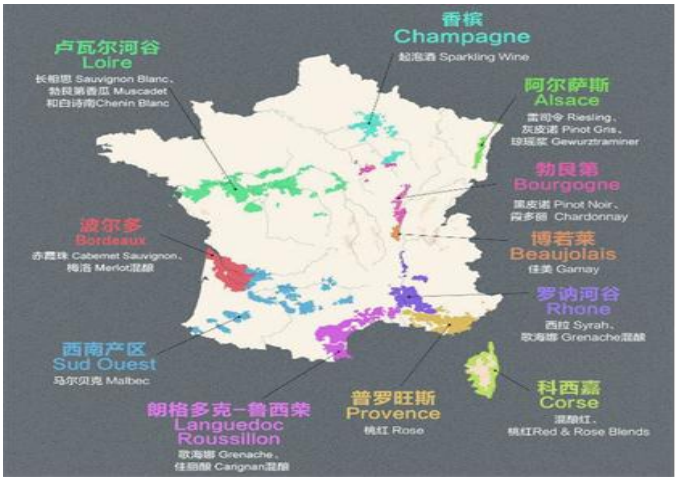
图表 33 各企业产区宣传

品牌	宣传重心
茅台	出了茅台镇产不了茅台酒
国台	源自茅台镇中国酱酒核心产区
郎酒	上游是茅台，路过二郎滩，又该喝郎酒
习酒	产于美酒河畔赤水河谷

资料来源：公司官网，华创证券

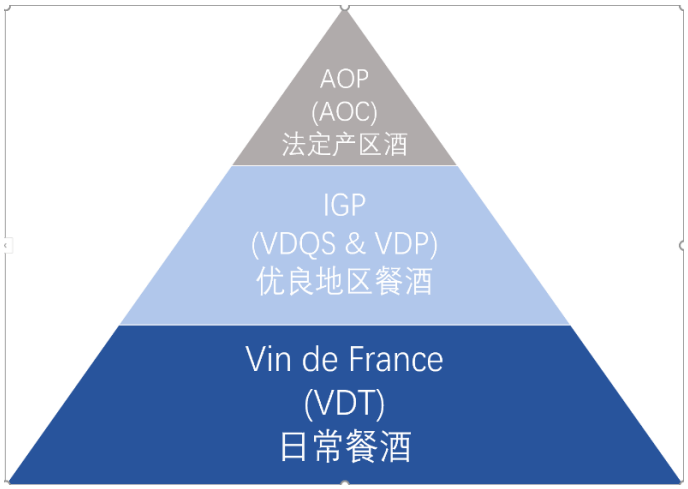
参考葡萄酒产区制度，建立产区生产标准。许多中小酱酒企业因生产标准不统一，质量参差不齐，酒质还得不到市场认可，建立统一的生产及检测标准可以为中小酒企质量提供背书。例如法国葡萄酒生产拥有较浓厚的产区文化，不同产区的自然环境、葡萄品种、工艺标准均不相同，形成了口味、品质各不相同的葡萄酒品类。其葡萄酒等级按产区划分，称为原产地控制制度（AOC 制度），目前由高到低分为三个等级——法定产区酒（AOP）、优良地区餐酒（IGP）、日常餐酒（Vin De France）。产区生产的葡萄酒都带有产区认证标志，作为对口味和酒质的背书，严格的产区制度可以对产品形成有效的护城河。

图表 34 法国葡萄酒产区分布



资料来源：红酒世界网

图表 35 法国葡萄酒等级划分



资料来源：华创证券整理

生产标准尚待建立，立法保护提上日程。在今年的贵州白酒企业发展圆桌会议上，茅台董事长李保芳表明立法保护赤水河环境以及制定产区生产标准产区建设的重点，仁怀市政府已经把督促立法作为今年的重要计划。申请办理赤水河流域两岸白酒产区的原产地认证，既有利于该产区内酱香白酒企业依托酱香产区优势加快发展，又有利于提升地域资源的利用与对该酱香白酒产区的保护。

图表 36 各级政府及企业推进产区建设的动作

单位	动作
国务院	国务院 2 号文件指出：在白酒产业方面，利用赤水河流域资源和技术优势推动建设全国重要的白酒生产基地，做强做优特色食品工业，培育一批龙头企业，打造一批知名品牌。放宽行业准入限制、科学发展观指导酱酒实现产区式发展。
贵州省委省政府	近年先后下发了《关于支持白酒产业加快发展的政策措施》、《贵州省推动白酒行业供给侧结构性改革促进产业转型升级的实施意见》等文件；
仁怀市	2012 年仁怀发布《中国酱香酒——仁怀宣言》，承诺仁怀酒业将永远恪守传统工艺，保证品质，诚信经营。
企业层面	遵义·十大名酒神州行创造了连续两个月、席卷全国八大城市的酱酒风潮，这是黔酒抱团走向全国路上的重要一步，竞合发展。

资料来源：国务院官网，贵州省政府官网，仁怀市政府官网，遵义政府网，华创证券整理

三、赤水银河漫九天，四星璀璨格外明

目前酱酒行业涌现出的品牌正逐步扩大，我们具体介绍以下四家品牌：茅台，郎酒，习酒及国台。

（一）贵州茅台：双轮千亿笑谈中，一酱独来觅封侯

强品牌支撑，成就王者风范：公司 2018 年实现营业收入 736.4 亿元，同增 26.5%，销量超 6.2 万吨，核心大单品飞天茅台批价突破 2000 元，强大的品牌势能是其龙头地位的支撑。茅台凭借强大品牌力，需求保持强劲，带动整个行业价格周期延续。**对于其自身而言，已经跨越了产品驱动，渠道驱动，管理驱动的时代，未来是战略驱动时代，稳健重于速度，持续重于增长，长期重于短期，这样的茅台才始终具备高估值溢价的能力。**

图表 37 茅台品牌价值不断上升（单位：百万美元）

	全球 500 强排名 (Brand Finance)	中国排名(Brand Finance)	世界烈酒排名 (Brand Finance)	市场价值 ($M)(BrandZ)	中国最有价值的品牌(BrandZ)
2014	333	23	2	10504	12
2015	316	32	2	7608	14
2016	183	24	1	11507	13
2017	107	17	1	16219	9
2018	54	15	1	23175	7
2019	45	14	1	36555	5

资料来源：brand finance、brandZ ，华创证券整理

产品结构清晰，价格体系完整。公司酱酒产品可分为两大类：茅台酒和系列酒。茅台酒中，除了核心大单品飞天茅台，还包括一系列超高端产品，如年份酒、生肖酒、礼盒酒、纪念酒等，超高端非标系列产量有限，定价较高，具有较高收藏价值。系列酒主要包括王子酒、迎宾酒、赖茅、仁酒、汉酱、贵州大曲等品牌，价格定位以中高端为主。系列酒中，普通版王子酒为推出最早、体量最大的单品，2018 年销售额为 38 亿元，为系列酒第一大品牌。赖茅、汉酱、贵州大曲定位次高端价格带，2018 年销售额均超 10 亿。迎宾酒为系列酒定位低端大众市场的产品，采用大曲、麸曲混合生产，53 度产品价格在 100 元左右。

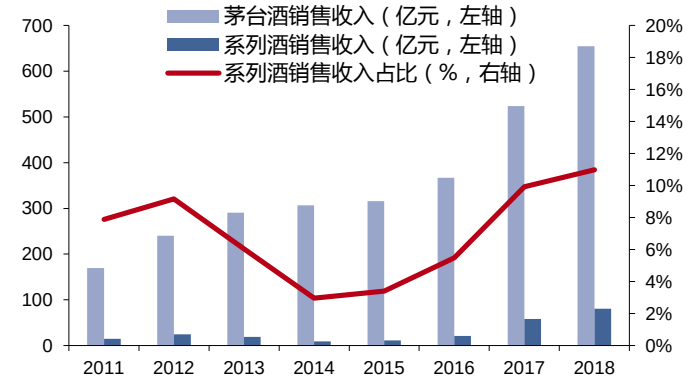
图表 38 茅台主要产品梳理

系列	子品牌	产品	市场价格
茅台酒	飞天茅台	53 度 500ml	官方指导零售价 1499 元
	超高端茅台酒	生肖酒、年份酒等	依据具体产品
	精品茅台酒	53 度 500ml	4499
	飞天茅台 五星茅台 茅台年份酒 生肖茅台 精品茅台酒		
系列酒	王子酒	普通版王子酒	158
	迎宾酒	53 度 500ml	98
	赖茅	传承 53 度	458
		红御 53 度	558
		金樽 53 度	798
	汉酱	51 度 500ml	498
	仁酒	53 度 500ml	368
	贵州大曲	70 年代	348
		80 年代	238

资料来源：天猫、京东，华创证券整理　注：市场价格参考电商渠道价格，与实际成交价格或有差异

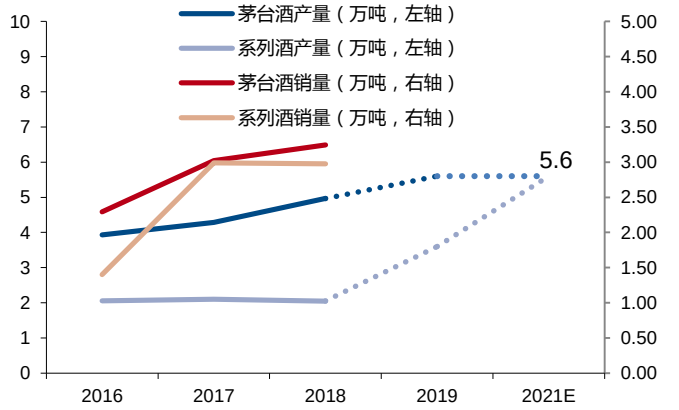
双轮驱动力保千亿，产能扩建保障销量提升。2018 年公司总营收为 736 亿元，全年集团千亿目标有望完成。产能方面，由于核心产区的限制，未来茅台酒产能达到 5.6 万吨之后将不再增加。李保芳书记提出的**茅台酒、系列酒“双轮驱动”战略已初见成效，2015-2018 年，系列酒营收从 11.1 亿增长至 80.8 亿元，复合增速达 94%，同时营收占比稳步提升，从 3%增长至 11%，公司 2019 年系列酒目标保持销量 3 万吨，实现销售额 100 亿元。**产销量方面，2015-2018 年，系列酒销量从 0.77 万吨增长至 2.98 万吨，为保障系列酒销量稳定增长，公司 2018 年 9 月通过 3 万吨酱香系列酒技改方案，计划未来扩大系列酒产能至 5.6 万吨，与茅台酒产能达到 1:1，真正实现双轮驱动，力保千亿之后稳定发展。

图表 39 茅台酒、系列酒营收及占比（亿元，%）



资料来源：wind，华创证券

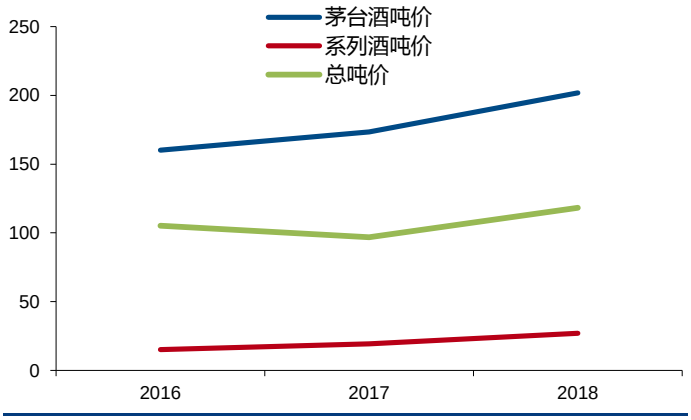
图表 40 茅台酒、系列酒产能及销售情况



资料来源：wind，华创证券

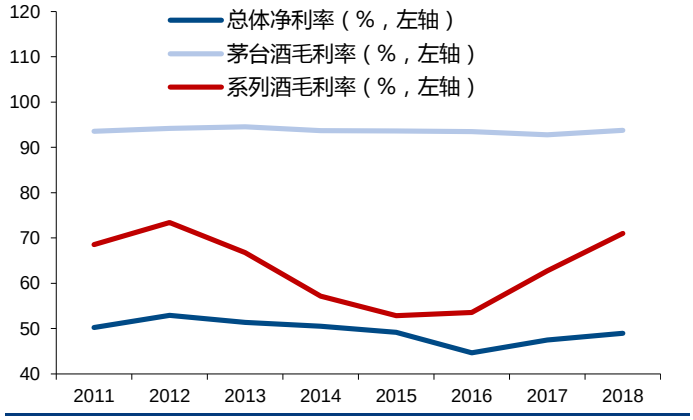
吨价提升明显，盈利能力不断增强。2014 年，茅台集团将旗下汉酱、仁酒、王子酒及迎宾酒等系列酒剥离出来独立运营，2017 年提出“133”品牌战略——打造 1 个世界级核心品牌(茅台)、3 个全国性知名品牌(茅台王子酒、迎宾酒、赖茅)及 3 个区域性重点品牌(汉酱、仁酒、贵州大曲)，全力打造大茅台品牌集群，优化系列酒产品结构，效果显著。**2015-2018 年系列酒吨价从 16.8 万元/吨提升至 29.6 万元/吨，提升幅度达 76.2%；18 年量平价增，向大单品聚焦，结构升级：茅台王子酒单品销售额超 38 亿，赖茅和贵州大曲两大单品首次突破 10 亿。同期系列酒毛利率从 52.9%提升至 71.1%，提升幅度达 18.2pcts，盈利能力显著提升。**同期茅台酒方面，吨价从 160.2 万元/吨提升到 201.7 万元/吨，主要是由于飞天提价、非标投放增加等手段综合作用的结果，毛利率则一直稳定在 90%以上的高水平。

图表 41 茅台酒、系列酒吨价（万元/吨）



资料来源：公司年报，华创证券

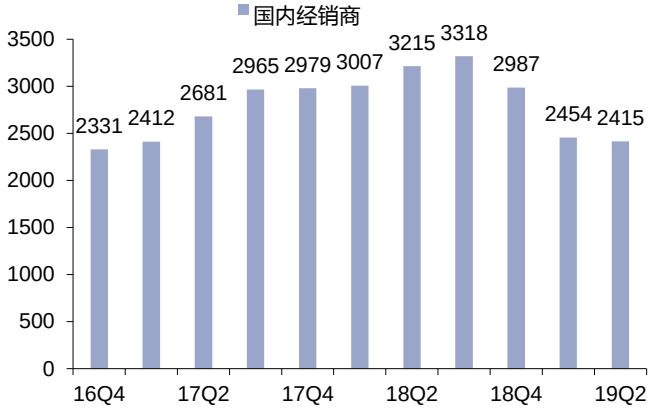
图表 42 茅台酒、系列酒毛利率（%）



资料来源：公司年报，华创证券

系列酒“5+5”市场战略，着力优化经销商体系。2016 年，酱香系列酒首次提出打造“5+5”市场战略，即聚焦五大核心市场：河南、山东、贵州、北京、广东；打造五大潜力市场：江苏、浙江、上海、天津、河北。该战略实施后，核心市场的系列酒销售成绩亮眼，如战略核心产品茅台王子酒 2017 年在山东市场销售量达 870 吨，实现同比增长 335%。在大力推进市场布局的同时，茅台集团着力优化系列酒营销网络，一方面吸收优质经销商，一方面调整无资源和市场网络优势的经销商，增强系列酒经销商整体实力，2019H1 系列酒经销商减少 494 家，说明系列酒需要稳固市场，消化库存，但盈利水平则显著提升。

图表 43 公司国内经销商数量（家）



资料来源：公司公告、华创证券

图表 44 茅台经销商数量变化

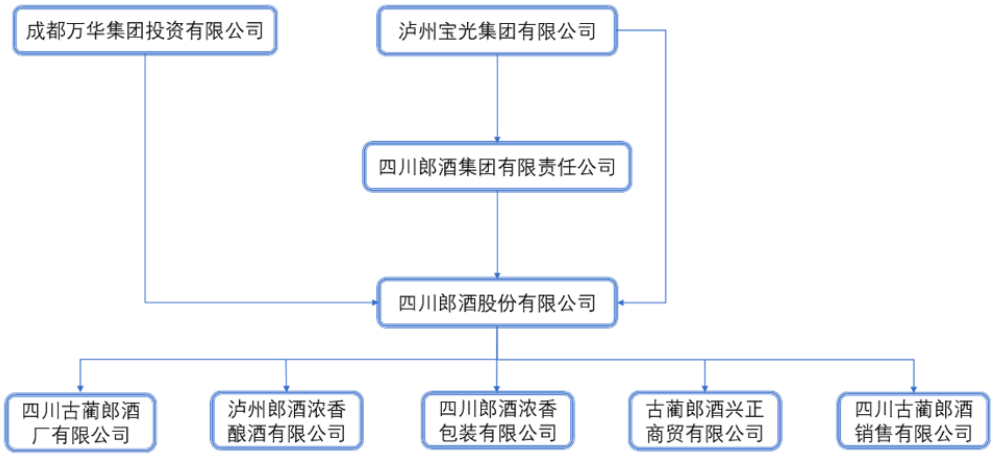
年份	国内经销商数量（家）	变化原因
2017	2979	增加 648 家，主要为酱香系列酒经销商
2018	2987	增加 615 家，主要为酱香系列酒经销商减少 607 家，其中减少茅台酒经销商 437 家
2019H1	2415	增加 21 家，均为酱香系列酒经销商减少 593 家，其中减少酱香系列酒经销商 494 家

资料来源：公司公告、华创证券

（二）郎酒：新竹高于旧竹枝，全凭老干为扶持

郎酒位处赤水河中下游地区四川省古蔺县，历史悠久。初诞于清末：1989 年，四川商人邓慧川与二郎镇的酿酒师李炳山创办絮志酒厂，后更名惠川糟房，此为郎酒的前身；**涅槃于新邦：**1956 在周总理的关怀下，建厂复产，1963 年晋升为中国八大名酒；**腾飞于盛世：**进入 21 世纪后，加大塑造品牌价值的力度，开发出了多种香型多层次的产品线，在 2011 年时销售额就曾突破 100 亿元。**目前公司白酒产品呈“一树三花”结构，同时拥有酱香、浓香、兼香产品。根据媒体报道，2018 年公司营收规模再次超百亿元，其中酱香品类贡献超 50 亿。**同时郎酒集团在 2017 年 4 月完成股份公司的改制，加快了进军资本市场的步伐。公司控股股东为泸州宝光集团，公司法定代表人、董事长及实际控制人均为汪俊林。

图表 45 郎酒股权结构图



资料来源：天眼查，华创证券

简化渠道架构，成立三大事业部聚焦核心产品。在 2012 年之前，公司处于快速扩张期，郎酒在渠道上实行“大区+事业部”双轨制，使得其在渠道上尽可能扁平化，有效掌控市场，这种“群狼”模式助推郎酒营收快速突破百亿。但到后期，这种模式弊端逐渐暴露，市场体系开始出现混乱，大区选择性推广产品。2015 年年底，郎酒彻底取消大区模式，在事业部上发力，不断简化事业部结构聚焦核心产品，到 2017 年郎酒最终形成了青花郎（酱香）、郎牌特曲（浓香）、小郎酒（兼香）三大事业部的模式。

图表 46 郎酒渠道结构变化

年份	渠道结构变化
2006-2012 年	事业部+大区
2012 年底	红花郎、新郎酒、郎牌特曲、老郎酒、流通五大事业部独立运作
2015 年 12 月	撤掉大区，五大事业部变成六大事业部：红花郎、小郎酒、老郎酒、郎牌特曲、新郎酒、郎牌原浆事业部
2016 年 7 月	老郎酒事业部并入红花郎事业部，形成红花郎、小郎酒、郎牌特曲、新郎酒事、郎牌原浆五大事业部
2017 年 3 月	郎牌原浆、新郎酒两个事业部与郎牌特曲事业部合并，将红花郎事业部改名为青花郎事业部，形成青花郎、小郎酒、郎牌特曲三大事业部

资料来源：公司官网，糖酒快讯，华创证券整理

产品结构丰富，价格体系完整：青花郎事业部经营郎酒酱香类品类，旗下拥有四个产品系列：红花郎、青花郎、奢香藏品以及年份纪念酒。青花郎 20 年是郎酒拉动产品升级的拳头产品，定位于高端商务用酒，当前价格在 1000 元左右，今年 5 月郎酒宣布青花郎 20 年将在三年内分六次提价至 1500 元，继续冲击超高端。红花郎为郎酒定位次高端酱酒市场的大单品，多为大众喜宴用酒，红花郎 10 年、15 年当前价格分别为 369 元、549 元。奢香藏品为具有收藏价值的超高端酱酒，主要包括青云郎、红运郎、连年有鱼等产品。此外，郎酒还推出了部分年份纪念酒。

青花郎 20 年为战略大单品，多次提价对标飞天茅台。2017 年 7 月郎酒发布青花郎大单品战略，将青花郎 20 年定位于和飞天茅台齐名的中国两大酱香酒品牌之一，在品质和价格档次上对标飞天茅台。此后公司多次提价，2017 年 5 月青花郎 20 年价格上调约 100 元，2018 年 1 月，其供货价上调 182 元，今年 6 月，其价格上调 79 元/瓶，且计划在今年内完成两轮提价，将青花郎团购价提至 1000 元。此外，郎酒表明未来三年内青花郎将分六次将终端价提至 1500 元。

图表 47 郎酒酱香品类产品梳理

系列	产品	规格	市场价格
青花郎	青花郎 20	500ml 53 度/ 44.8 度 l/ 39 度	960（53 度）
	青花郎（小批量勾调）	558ml 53 度	1299
红花郎	红花郎 10	500ml 53 度/ 44.8 度 l/ 39 度	369（53 度）
	红花郎 15	500ml 53 度/ 44.8 度 l/ 39 度	549（53 度）
	红钻	500ml 53 度	469

青花郎 20　青花郎珍藏　红花郎 10　红花郎 15　红钻

资料来源：京东、天猫，华创证券整理

图表 48 青花郎产品提价动作

提价实施时间	提价幅度
2017 年 5 月	青花郎产品出厂价上调 15%，青花郎 20 年涨幅为 100 元/瓶
2018 年 1 月 1 日	53 度青花郎供货价上调 182 元/瓶
2019 年 6 月 1 日	53 度/44.8 度/39 度青花郎出厂价上调 79 元/瓶，53 度大青花郎（3.3L）出厂价上调 880 元/瓶
未来三年内	青花郎将在未来 3 年内分 6 次将目标零售价提至 1500 元/瓶

资料来源：公司提价公告，华创证券整理

郎酒广告投入大手笔，强化青花郎高端定位。2017 年以来郎酒在广告投入上位居行业前列，郎酒负责人曾表示从 2017 年下半年开始，郎酒要在 5 年投入 100 亿元进行宣传，在中国的高铁和飞机 5 分钟以内要有一次郎酒广告的出现。高铁、飞机是商务差旅的主要交通工具，涵盖郎酒的主要消费群体，符合青花郎高端商品精品酒的定位。除此之外青花郎还以央视国家战略品牌计划亮相主流媒体，积极赞助央视各大节目、活动版块，让“青花郎，中国两大酱香白酒之一”的广告语多次呈现在消费者面前。

酱酒品类营收表现亮眼，助推郎酒重回百亿阵营。近三年，郎酒聚焦大量资源推动酱酒品类发展，由青花郎大单品引领增长，青花郎事业部营收表现亮眼。2016 年，青花郎销量同比增长 75%；2017H1 青花郎事业部营收增速达 225%，远高于郎酒整体 79%的增速；2017 年青花郎销售额同增 122%，红花郎同增 51.5%，奢香藏品同增 160%；2018 年，青花郎和红花郎营收总和超 50 亿元，同比增长近 90%，助推郎酒营收突破百亿。未来郎酒目标是将青花郎打造成真正的酱酒龙头，力争到 2020 年实现青花郎百亿收入。

图表 49 青花郎电视广告宣传语

资料来源：公司官网

图表 50 青花郎机场投放广告

资料来源：搜狐新闻

寸积铢累，厚积薄发：产能扩张，基酒储存雄厚，核心竞争力显现。郎酒酱香品类当前产能为 3 万吨，根据公司战略不断向上游扩建，2020 年之前将建成由卧佛山产区，黄金坝产区（1.7 万吨），吴家沟产区，两河口产区（1 万吨），老产区组成的五大生产基地，**规划产能超 5 万吨。基酒储存方面，目前已有基酒储存 13 万吨，同时郎酒天宝洞地宝洞储藏超 1.4 万吨陈年调味酒用于优质产品的勾调，底蕴深厚，对于市面上每一瓶青花郎 20 产品，郎酒都可以保证其基酒储存时间在 7 年以上。公司战略 2018 年-2022 年五年间将酱酒销售量控制在 1-2 万吨之间，继续加大老酒的库存，力争到 2022 年使得老酒库存达到 25-30 万吨**。未来，基酒必将是郎酒核心竞争优势所在，只要亲身到郎酒生产基地，看一看郎酒的千亿回香谷，天宝储酒洞，就能感受到郎酒的雄心壮志和深厚的底蕴。

图表 51 郎酒千亿回香谷

资料来源：华创证券

图表 52 郎酒天宝洞

资料来源：华创证券

（三）习酒：品惠知君子，窖藏出金琼

习酒为茅台集团全资子公司，宣传酒中君子形象。习酒公司前身为创建于明清时期的殷、罗二姓白酒作坊，1952 年通过收购组建为国营企业，1998 年并入茅台集团，属茅台集团全资子公司。习酒酒厂位于贵州省遵义市习水县习酒镇，酒与地同名。其文化内涵为“酒中君子，表里金玉，惠而不费”。

公司拥有酱香、浓香两种香型白酒，酱酒产品主要包括窖藏系列、金钻系列、习酱系列以及君品习酒。习酒窖藏系列定位次高端价格带，以窖藏 1988 为核心产品，窖藏 10 年、15 年、30 年则作为年份酒冲击超高端。金钻系列为习

酒冲击百亿的另一大驱动力，2018 年底习酒推出另一战略单品金钻习酒，和金质、金典、金品、银质一起填充 300-600 次高端价格带。习酱系列价格分布在 100 元左右，定位中低端市场。君品习酒为今年 7 月刚推出的战略单品，进入千元以上高端价格带。

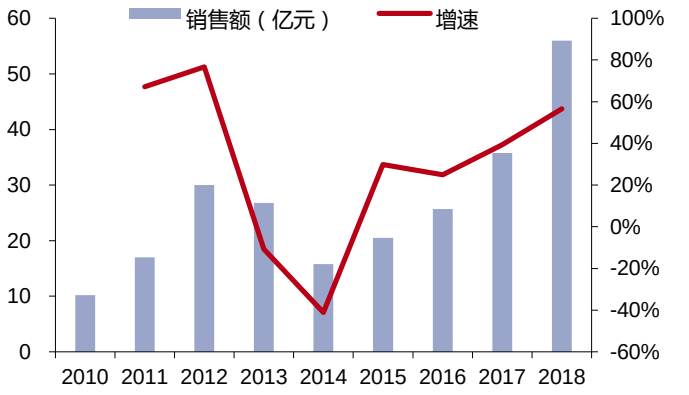
图表 53　习酒产品梳理

	产品	市场价格（元）
窖藏	窖藏 1988	798
	窖藏 1998、窖藏 1988 君品系列、窖藏 10 年/15 年/30 年	
	 窖藏 1988　窖藏 1998　窖藏 10 年/15 年/30 年　窖藏君品系列	
金钻	金钻	398
	金质、金典、金品、银质	
	 金钻　金质　金典　金品　银质	
君品习酒	53 度 500ml	1239
习酱	红习酱、方品习酱、精品习酱	

资料来源：京东、天猫，华创证券整理

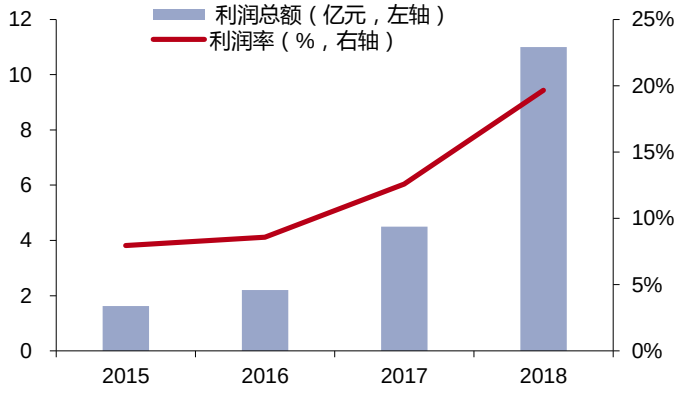
近年业绩增长良好，净利率稳步提升。2014 年以来，习酒规模实现快速增长，2014-2018 年间，习酒销售额从 15.8 亿元增长至 56 亿元，复合增速达 37%。2018 年，习酒销售额为 56 亿元，同比增长 80.58%，销量为 2.88 万吨，同比增长 42.92%，净利润为 11 亿元，同比增长 132.07%，超额完成了年初制定的销售突破 50 亿的目标。2019 年，习酒目标销售额为 76 亿元，目标销量 3.5 万吨，上半年已实现销售额 41 亿元，同比增长 41%，完成全年进度的 55%。盈利能力方面，2015-2018 年，公司利润率从 8%增长到 20%，盈利能力逐年提升。

图表 54　习酒销售额及增速（亿元，%）



资料来源：习酒经销商大会，华创证券

图表 55　习酒利润总额及利润率（亿元，%）



资料来源：习酒经销商大会，华创证券

窖藏 1988 为公司大单品，多次提价助推吨价提升。窖藏 1988 是习酒公司 2010 年推出的战略大单品，由 1988 年的老酒和窖藏 8 年以上的基酒勾兑而成，九年来为习酒创造了 103 亿销售额。2018 年，习酒营收为 56 亿，其中窖藏系列销售为 28.3 亿，占比超过 50%，主要由窖藏 1988 贡献。近年来，窖藏 1988 多次提价，不断巩固其次高端地位。2017 年 4 月，窖藏系列出厂价提升 10%；2018 年 7 月，窖藏系列提价 10-20%；2019 年 7 月，窖藏系列全线提价，其中窖藏 1988 上涨 40 元/瓶。多次提价使得窖藏系列吨价显著提升，2018 年其吨价为 18.7 万元，同比增长 16.25%，2019 年习酒目标吨价为 22 万元。

图表 56　窖藏系列提价动作

提价时间	产品提价情况
2012 年 4 月	产品平均提价 10%
2012 年 12 月	产品提价 15%-20%
2017 年 4 月	窖藏系列提价 10%
2018 年 7 月	产品提价 10%-20%
2019 年 7 月	窖藏 1988 提价 40 元/瓶 窖藏 1998 提价 20 元/瓶

资料来源：公司提价公告，华创证券整理

图表 57　窖藏 1988 京东价格变化（元）

资料来源：Wind，华创证券

新推金钻、君品习酒两大单品，优化酱酒产品结构。2018 年 11 月，习酒发布了继窖藏 1988 后另一个大单品——金钻习酒，作为对原本金质习酒的升级，填补 300—500 元价格带。今年 7 月，习酒发布了君品习酒大单品，建议零售价为 1399 元，首次将价格带提升至千元以上，承接飞天茅台溢价后的高端空间。至目前，君品习酒、窖藏 1988、金钻习酒、金质习酒分别定位千元以上、800 元、400 元、200 元价格带，酱酒产品布局逐渐丰富且明晰，产品结构不断优化。

资源聚焦两大新单品，助推习酒营收破百亿。金钻习酒、君品习酒作为窖藏 1988 外的两大新单品，是习酒 2020 年冲刺百亿营收的另一大支柱。金钻习酒在推出前的半年试水期累计销售为 5 亿元，新招经销商约 300 家，未来金钻单品的销售目标为 15 亿，金钻全系列销售目标为 30 亿元。围绕这一目标，习酒聚焦资源投入，在品质上，金钻习酒对基酒和调味酒的贮存规定严格，各类基酒的贮存期至少在五年以上；在运营上，公司成立金钻事业部，组建专门的团队开发和服务市场，并且为其安排专项广告支持资金。

图表 58 君品习酒

资料来源：公司官网

图表 59 金钻习酒发布会现场

资料来源：茅台时空

全国化战略稳步推进，省外市场营收已超省内。在市场开发方面，习酒实施“132”全国市场布局，即打造一个根本市场（贵州），三个样板市场（河南、山东、广东），两条经济带（长江经济带、沿海经济带）。经过近三年的省外市场耕耘，习酒全国化成效显著，2016 年习酒贵州市场收入占比在 60%以上，**2018 年贵州市场营收同比增长 19.20%，而省外市场同比增长 188.36%，省外营收占比达 55.66%，至目前，其省外市场占比以达 64%，且年底可能实现 70%，初步实现了从区域性品牌向全国性品牌的转变。**

产能规划翻倍，保障稳健增长。当前，习酒酱酒有近 2 万吨的产能，在业内仅次于茅台，未来几年，习酒将会在现有产能基础上每年新增 5000 吨产能，最终将达到 4 万吨水平，较现在翻倍。库存方面，目前习酒公司几十个酒库车间里存放的五年以上的老酒有近五万吨的库存量。产能的积极扩张和老酒的充足存量为习酒高端产品的品质和全国化的推进提供了最基础和坚实的保障。

（四）国台酒：老木常青在，新枝花欲来

国台酒业集团成立于 2001 年，是我国中药领军企业—天士力集团于 1999 年在茅台镇收购一家老字号酒厂的基础上，累计斥资十亿元、历经十余年精心打造的现代化大型酱香白酒企业。国台为贵州省仁怀市茅台镇第二大酱酒厂，秉持“贵州国台酒，酱香新领袖”的定位。**国台酒厂目前有两个产区，老厂区和贵州茅台均处于酱酒最核心产区内，新产区国台酒庄亦相距不远，以机械化生产为主，这也体现了国台酒两条发展战略，一是追求产品品质无限接近茅台，二是选择自己的特色，体现差异化竞争，目前传统工艺老产区产能 2000 吨以上，新产区 4000 吨左右，未来计划产能突破 2 万吨，可谓老木常青在，新枝花欲来。**

国台酱酒产品主要包括标准酒、坛酒、喜宴、礼盒四个系列。标准酒是国台的核心系列产品，其中国标酒为第一大单品，价格在 550 元左右，国台十五年、龙酒作为超高端主力产品定价在千元及以上。此外，国台坛酒系列为大容量藏酒系列，价格高，非主线产品。喜宴两款产品则瞄准地区性大众婚宴市场。今年春糖期间国台推出新品礼盒装国台酱酒，定价 399 元，瞄准升级后的大众消费市场。

图表 60 国台产品梳理

梯队	产品+规格	市场价格
标准酒	国标酒	559
	国台十五年	1299
	龙酒	2599

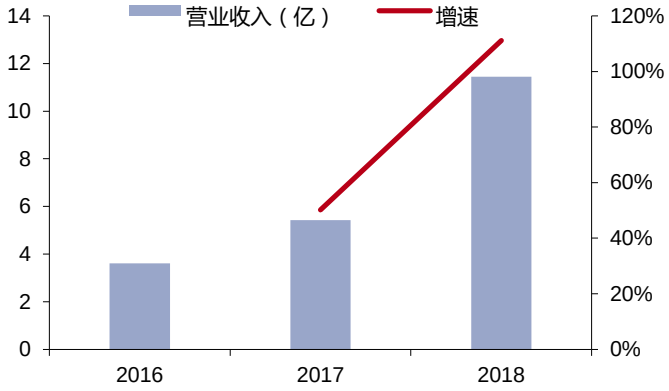
	国标酒 国台 15 年
坛酒	国礼、国礼（己亥猪年珍藏版）、国礼（戊戌狗年珍藏版）
喜宴	国台喜酒（喜结良缘）、国台喜酒（百年好合）

资料来源：公司官网，华创证券

国标酒为公司超级大单品，国台 15 年提价巩固高端定位。根据国台提交的上市辅导材料，2018 年国台营业收入为 11.44 亿元，其中国标酒单品销售额近 10 亿元，为公司重点打造单品，且今年继续保持良好的增长态势。在高端产品方面，国台 15 年作为公司冲击千元以上高端价格带的第二大单品，今年 7 月起，指导零售价价格由 1439 元/瓶提升至 1499 元/瓶，巩固品牌价值，今年上半年其增长情况良好。

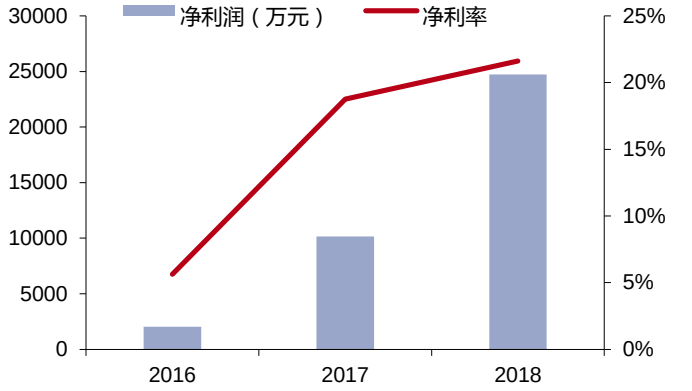
近三年营收高速增长，净利率提升明显。2016-2018 年，国台销售额从 3.61 亿元增长至 11.44 亿元，复合增速达 78.0%，今年上半年其销售额同比增长 66%，继续延续高增长，其中主线产品出现爆发式增长，国标酒上半年销售额在 12 亿左右，同比增长 150%，国台 15 年销售额同比增长 100%，展现了未来较好的增长趋势。在利润水平方面，2016-2018 年，公司归母净利润从 2035.0 万元增长至 2.41 亿元，净利率从 5.6%增长至 21.6%，提升幅度达 16pcts。

图表 61　国台营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司上市申报材料，华创证券

图表 62　国台净利润及净利率（万元，%）



资料来源：公司上市申报材料，华创证券

机械化酿酒助力产能扩大，数字化创新提升品控能力。近年来，国台大力建设国台酒庄，推进酿酒机械化进程，目前国台在机械化酿酒、自动化制曲和智能化储酒方面已取得多项专利，其建设的双层立体式自动化酒库可将产能扩大一倍，储酒能力提高三到四倍。根据公司调研反馈，2019 年国台酱酒产能将达到 6000 吨，未来天士力集团将追加 30 亿技改资金将产能提高至 2 万吨。此外，在品质控制方面，国台首创中国白酒三级质量控制体系，并开发了智能品酒机器人，实现了人工品酒与智能品酒的结合，使古老的酿酒工艺从仅凭经验控制上升到数字化、标准化的科学控制。

图表 63 国台酒庄

资料来源：华创证券

图表 64 国台酒庄酿造车间

资料来源：华创证券

18 年终端快速扩张，提出“411”金网工程。2018 年国台新增招商 219 家，实现了对省会级城市的全覆盖。目前，其经销商总数达 451 家，专卖店 205 家、形象店 206 家、商超连锁店 2517 家、酒类连锁店 1499 家，核心终端建设数量总计 4427 家。为了进一步深化渠道布局，国台在上半年的招商赋能大会上提出“411”金网工程，即布局 400 家专卖店特许商、100 名国台封藏教主、100 家名企定制。在 400 家专卖店特许商中，要重点打造国台大健康体验馆，馆内同时陈列国台酒和天士力集团旗下的帝泊洱茶、金士红酒及国台鲜野山参等大健康产品，跳出单一品类销售圈子，强化国台酒健康属性。

股权激励绑定经销商利益，公司拟于 2020 年主板上市。国台酒业近三年营收的快速增长和其积极的营销策略有直接关系，2017 年国台启动“股权激励计划”，用股权激励的方式捆绑苏糖、粤糖、酒仙网、名品世家等大经销商，很好的激活了大经销商的积极性。今年 6 月，国台已经提交了上市辅导材料，开启上市前的最后冲刺，公司计划于 2020 年于主板上市。

四、风险提示

白酒需求不及预期，市场培育进度不及预期等。

华创证券团队介绍

组长、高级分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，4 年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018 年加入华创证券研究所。

研究员：于芝欢

厦门大学管理学硕士，2 年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士，2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019 年加入华创证券。

研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士。11 年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017 连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，为多家大型食品饮料企业和创投企业提供行业顾问咨询。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票贵州茅台（600519），根据上市公司公告，贵州茅台的控股股东茅台集团持有本公司的控股股东华创阳安 5.16%的股份。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

START YOUR FINANCE

起点财经，网罗天下报告